



ISSUER RATING
Short-term



INSTRUMENT RATING
Neu CP

Initiation date 28/11/2022
Rating Date 04/07/2024

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme EF1+ de Pierre Fabre SA (« PFSA ») et de son programme de NEU CP d'un montant maximal de €50m.
- La très bonne notation découle de l'excellent profil financier du groupe et d'une politique financière prudente, qui se caractérise notamment par un levier net ajusté par EthiFinance Ratings de 0.5x à fin 2023, et qui devrait s'améliorer sur notre période de projection. Le groupe est présent sur des secteurs attractifs, à savoir la dermo-cosmétique et le secteur pharmaceutique, qui bénéficient d'un bon niveau de profitabilité, d'une faible volatilité et de barrières à l'entrée élevées. Le groupe présente également une bonne diversification, à la fois en termes de marchés, avec la présence sur les marchés dermo-cosmétique et pharmaceutique, et en termes de géographie. Enfin, le groupe dispose d'un actionnariat stable, avec la Fondation Pierre Fabre, et une équipe managériale dont le bon track record se reflète dans le profil financier du groupe.
- Toutefois, Pierre Fabre reste un acteur de taille limitée dans les secteurs où il évolue, ces derniers étant concentrés autour de quelques grands acteurs disposant d'avantages concurrentiels supérieurs, notamment dans le secteur pharmaceutique. Par ailleurs, les perspectives de croissance, bien que satisfaisantes dans l'ensemble pour le secteur de la dermo-cosmétique, présentent certaines disparités selon les géographies et les segments. Quant à celles du secteur pharmaceutique, elles sont plutôt bonnes mais restent contraintes par la croissance du PIB et les capacités budgétaires des Etats.
- Conformément à notre méthodologie, les secteurs dans lesquels évoluent Pierre Fabre, à savoir les biens de consommation, auquel est rattaché les produits de soins personnels, et les équipements et services de santé, présentent des risques ESG moyens (score de la heatmap compris entre 2 et 3,5). L'évaluation du profil d'activité n'est donc pas impactée par des considérations ESG liées aux secteurs. Concernant les produits de soins personnels, au niveau environnemental, le secteur a un faible impact sur le climat et les ressources. En revanche, il a un impact élevé sur la pollution, en raison des quantités de déchets générés par les emballages, et un impact moyen sur la biodiversité liée à la production et au transport des marchandises et des produits. L'impact sur les fournisseurs et les consommateurs est moyen et l'impact sur les communautés est faible. Concernant le secteur pharmaceutique, au niveau des aspects environnementaux, le secteur a un faible impact sur le climat et les ressources et un impact plus important sur la pollution, notamment lié aux déchets. Au niveau des parties prenantes, les soins de santé sont essentiels pour les consommateurs, ce qui implique des responsabilités importantes au sein du secteur notamment en matière d'égalité d'accès aux médicaments. Par ailleurs, la matérialité financière liée aux consommateurs est significative puisqu'il arrive que des poursuites judiciaires coûteuses affectent les acteurs. Enfin, le secteur a un impact important sur les Etats et les régions, la santé étant un poste budgétaire important par les Etats et contribuant à la création d'emplois dans de nombreuses régions.
- Notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score « avancé » (score compris entre 0 et 1), impactant positivement l'évaluation du risque financier et contribuant donc à l'amélioration de la notation. Pierre Fabre se distingue en termes de gouvernance notamment grâce à la séparation des pouvoirs entre son président et son directeur général ainsi qu'à une part importante d'administrateurs indépendants dans son conseil d'administration. Concernant les aspects environnementaux, Pierre Fabre affiche de fortes ambitions de réduction de ses émissions scopes 1, 2 et 3 (-33% d'ici 2030 vs 2017) ainsi que sur la consommation d'énergie (-25% d'ici 2025 vs 2015). Sur les aspects sociaux, le groupe continue de progresser avec une part de femmes importante dans ses effectifs, des sites certifiés en termes de management de qualité et d'hygiène, santé et sécurité. En revanche, le groupe reste pénalisé par son taux de rotation des effectifs et l'augmentation des accidents du travail entre 2022 et 2023.

Description de l'émetteur

Le groupe Pierre Fabre a été fondé en 1962 par Monsieur Pierre Fabre, pharmacien & botaniste natif du Tarn, décédé en 2013. Le groupe est essentiellement détenu par la Fondation Pierre Fabre (à hauteur de c. 86%), fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999, et secondairement par ses salariés (c. 9.5%), le solde étant détenu en auto-contrôle. Pierre Fabre se positionne comme le deuxième groupe dermo-cosmétique mondial.

En 2023, PFSA a réalisé un chiffre d'affaires de €2.8mds, en hausse de 4,6% par rapport à 2022, pour un EBITDA ajusté de €401m. Le groupe a une dette nette reportée négative et une dette nette ajustée par EthiFinance Ratings de €198m, soit un levier net ajusté de 0.5x à fin 2023 (vs 0.3x à fin 2022).

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

- **Activité de dermo-cosmétique**

Le marché de la beauté possède de bonnes perspectives de croissance liées à une attention accrue au bien-être et aux soins de la personne ainsi qu'à l'émergence des classes moyennes dans les pays en développement. Les perspectives de croissance sont présentes toutefois certaines disparités. La Chine devrait rester un marché porteur malgré un ralentissement de son économie à court-terme. Au sein de l'industrie, le segment dermo-cosmétique devrait continuer de croître plus vite que le marché, les consommateurs étant de plus en plus sensibles à la composition des produits et les affections cutanées concernant une part importante de la population mondiale.

Les niveaux de profitabilité et de volatilité sont plutôt bons pour l'ensemble de l'industrie de la beauté (marge d'EBIT de l'ordre de 17%). En particulier, le secteur a bien résisté pendant la crise du Covid grâce aux ventes en ligne. Ce canal de distribution continue de se développer avec les changements d'habitudes des consommateurs qui souhaitent bénéficier de plus de flexibilité, avoir accès à une large gamme de produits et pouvoir comparer les produits facilement.

Enfin, nous considérons que le marché est compétitif : le prix, l'image et le budget marketing étant des facteurs clés de succès. Nous considérons que les barrières sont plutôt faibles pour un petit acteur de niche mais deviennent plus conséquentes pour devenir un acteur plus global en raison des budgets marketing et des compétences R&D et industrielles nécessaires, entre autres.

- **Activité pharmaceutique**

Les activités pharmaceutiques nous apparaissent plus risquées par nature (risque R&D, extinction des brevets et concurrence des génériques) et capitalistiques (notamment pour l'acquisition de licences sur des traitements en phase plus ou moins précoce de développement, un business model impliquant la conduite de stratégies de partenariats).

Les niveaux de profitabilité et de volatilité sont bons pour le secteur en raison des marges élevées des médicaments brevetés et de l'exclusivité conférée aux brevets (marge d'EBIT de l'ordre de 20%). En revanche, nous considérons que les niveaux de profitabilité peuvent varier selon les acteurs et dans le temps (expiration des brevets, changements de politiques de santé...). Les acteurs de petite taille, avec moins de médicaments brevetés et une exposition concentrée sur certaines géographies, seront plus exposés à des baisses de profitabilité.

Nous estimons que les barrières à l'entrée sont élevées sur ce marché compte tenu de la réglementation et de l'intensité capitalistique. Les perspectives de croissance sont plutôt bonnes, liées au PIB et aux capacités budgétaires des Etats et des particuliers pour la part non prise en charge par l'Etat ou les complémentaires santé.

Position concurrentielle

- **Positionnement du groupe sur ses marchés**

Sur le segment dermo-cosmétique, le groupe se positionne comme le deuxième groupe mondial. PFSA dispose d'une marque mondiale, EAU THERMALE AVENE (AVENE), ainsi que d'autres marques internationales aux positionnements complémentaires telles que DUCRAY, KLORANE, A-DERMA et RENE FURTERER. Les marques du groupe bénéficient d'une bonne notoriété sur leur segment grâce notamment à la reconnaissance de PFSA en matière de santé. En termes de profitabilité, celle du PFSA sur ce segment est plus faible que la moyenne du secteur, bien qu'en amélioration ces dernières années.

Sur le segment pharmaceutique, Pierre Fabre SA dispose d'une taille relativement modeste dans le secteur. Néanmoins, les risques inhérents à ces activités nous semblent atténués par plusieurs facteurs dont :

- Le bon track-record du groupe,
- Une politique prudente en matière d'innovation dans le médicament avec notamment, la complémentarité entre l'innovation interne et l'innovation externe, la limitation des montants dédiés aux acquisitions de licences, la focalisation sur des aires thérapeutiques d'expérience pour le groupe (à savoir l'oncologie, la dermatologie, l'urologie, et les maladies rares),
- La présence du groupe en dermo-cosmétique et en santé familiale (hygiène bucco-dentaire, pathologies du quotidien, sevrage tabagique, etc.), à travers des produits ne nécessitant pas de prescription médicale et dépourvus d'exposition au risque d'extinction de brevet ou de déremboursement par les organismes payeurs,
- La bonne visibilité des cash-flows issus des produits innovants en oncologie,
- La forte génération de cash-flow en particulier de free-cash-flow,
- La stabilité et la visibilité conférées par l'appartenance à une fondation reconnue d'utilité publique qui lui permet d'inscrire ses activités dans la durée et de préserver son indépendance.

- **Un modèle économique qui s'appuie sur un bon profil de diversification**

PFSA dispose d'une bonne diversification puisque le groupe est présent sur deux principaux marchés à travers (i) la conception, fabrication et distribution de produits de soins dermo-cosmétiques qui représente c. 55% de son chiffre d'affaires et (ii) la recherche et le développement de médicaments, et ce de plus en plus sous forme de partenariats avec des sociétés de biotechnologie, qui représente c. 45% de son chiffre d'affaires.

Le groupe privilégie la distribution dans le circuit officinal (off et on-line), conférant ainsi un positionnement qualitatif et spécialisé à ses produits grâce au conseil du pharmacien. En outre, plus de 60% des revenus du groupe sont liés à des produits dont les principes actifs sont d'origine naturelle.

Le groupe poursuit l'internationalisation de ses activités et dispose d'une diversification géographique accrue. Il a généré plus de 70% de son chiffre d'affaires hors de France en 2023, dont plus de 30% hors Europe en 2023.

Gouvernance

- **Actionnaires**

Le groupe est essentiellement détenu par la Fondation Pierre Fabre (à hauteur de c. 86%), fondation reconnue d'utilité publique depuis 1999, et secondairement par ses salariés (c. 9.5%), le solde étant détenu en auto-contrôle. Cette structure s'accompagne d'une gestion prudente et d'une vision long-terme. En particulier, le niveau de dividendes versés est limité (€17m en 2023, soit un taux de distribution moyen de c. 10% sur les 3 derniers exercices).

- **Qualité de l'équipe dirigeante**

Le track-record du groupe est très bon et s'appuie en particulier sur la croissance de l'EBITDA couplée à une diminution de la dette nette ajustée. En outre, le groupe possède une politique financière très prudente, avec un levier net reporté négatif et un levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings (incluant notamment les cessions de créances, les engagements de rachat d'actions détenues par les salariés et les provisions pour retraites) de 0.5x à fin 2023.

- **Politique ESG**

PFSA est engagé depuis 2019 dans une démarche RSE qui vise à promouvoir l'innovation verte et responsable. PFSA met en pratique ses engagements à travers une démarche d'éco-conception de ses produits, de réduction de leur impact environnemental et de sourcing responsable. PFSA vise également à réduire son impact sur l'environnement et s'est fixé comme objectifs, entre autres, de :

1. Réduire de 33 % d'ici 2030 ses émissions de gaz à effet de serre (Scope 1, 2 et 3) par rapport à 2017 (-8% à fin 2023 vs 2017), en basant la majorité de ses efforts sur la réduction des émissions en valeur absolue et en absorbant une partie des émissions résiduelles ne pouvant être évitées.
2. Réduire sa consommation d'énergie de 25% d'ici à 2025 par rapport à 2015 (-21% à fin 2023) et augmenter sa part d'énergies renouvelables pour atteindre 25% de consommation d'énergie issue d'énergies renouvelables (7.2% à fin 2023).

L'ensemble de ces pratiques est reflété dans le très bon score ESG de l'entreprise (compris entre 0 et 1) d'après notre méthodologie.

Profil financier

Résultats et profitabilité

Le groupe a généré un chiffre d'affaires en hausse de 4.6% en 2023 à €2.8mds, tiré par la forte croissance de l'activité dermo-cosmétique (+8.2% vs 2022), elle-même portée par les bonnes performances des marques AVENE, KLORANE et DUCRAY. La division pharmaceutique est en légère baisse (-1.9% vs 2022) en raison d'une faible croissance des activités pharmaceutiques et de l'arrivée à échéance de certains brevets, et ce malgré le bon développement des produits d'oncologie innovante. L'EBITDA ajusté est ainsi en progression à €401m, soit une marge d'EBITDA ajusté stable à 14.2% (vs 14.0% en 2022).

Génération de trésorerie et levier

Le groupe a continué à générer un niveau de cash-flow important avec c. €284m de cash-flow opérationnel. Le free-cash-flow après dividendes est en forte baisse à -€48m (vs c. €105m en 2022) compte tenu du niveau d'investissements important (c. €270m en 2023 vs €70m en 2022). Cette hausse des investissements provient principalement de la hausse des investissements de développement de l'activité (partenariats, royalties notamment) tandis que les investissements opérationnels restent significatifs. La distribution de dividendes est restée relativement stable à c. €17m sur l'exercice.

Nous nous attendons à ce que les free-cash-flow après dividendes redeviennent positifs dès 2024 même si les investissements devraient rester soutenus sur la partie opérationnelle et développement de l'activité.

En revanche, notre ratio de levier net ajusté s'est légèrement dégradé en 2023 à 0.5x (vs 0.3x en 2022), un niveau qui reste toutefois excellent. Sur notre période de projection, compte tenu de l'amélioration du cash-flow, nous nous attendons à ce que notre levier s'améliore et devienne négatif.

Structure de la dette

La dette brute du groupe était de c. €261m à fin 2023 (et c. €131m hors engagements IFRS 16) pour une trésorerie de €618m et €10m d'équivalents de trésorerie. Hors engagement IFRS 16, les principaux financements et lignes de crédit du groupe se composent :

- D'un RCF de €425m (dont une tranche de €25m dédiée aux acquisitions)
- D'un Euro PP de €45m
- D'un programme de NEU CP de €50m (non utilisé à fin 2023)

Ces financements sont tous des engagements seniors et non-sécurisés. La documentation du RCF et de l'Euro PP inclut un covenant financier - testé semestriellement - de dette nette sur EBITDA. Ce ratio doit être inférieur à 3,0x (avec une autorisation temporaire à 3.5x pour 2 périodes de test en cas d'acquisition).

La dette du groupe est principalement centralisée sur la maison-mère Pierre Fabre SA avec c. 75% des dettes (hors IFRS 16). Les dettes sur les filiales sont constituées de découverts bancaires et crédit-baux ; nous considérons donc le risque de subordination structurelle comme faible. Le groupe dispose d'une centralisation de sa trésorerie qui s'effectue au niveau de sa maison mère.

Nous effectuons des ajustements pour un montant total de €565m dont €253m au titre du programme de factoring, €159m au titre des engagements de rachat d'actions (auprès des salariés et des intérêts minoritaires) ainsi que €153m d'avantages auprès des salariés (majoritairement des engagements retraites). Après ajustements, la dette nette ajustée ressort à €198m et le levier net ajusté à 0.5x à fin 2023.

Liquidité

En termes de liquidité, malgré la baisse du free-cash-flow, celle-ci reste excellente, eu égard au montant de trésorerie (€618m) et des liquidités disponibles grâce au RCF (principalement non tiré à fin 2023 et ayant une date de maturité à fin mai 2025).

Nous considérons que PFSA possède une liquidité « supérieure » traduisant à la fois un profil financier très solide et un haut niveau de liquidité.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. millions d'EUR				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Chiffre d'affaires	2 459	2 702	2 827	4,6%
EBITDA	350	379	401	5,6%
Marge d'EBITDA	14,2%	14,0%	14,2%	0,1pp
EBIT	226	240	257	6,9%
Marge d'EBIT	9,2%	8,9%	9,1%	0,2pp
Résultat avant impôts	206	224	222	-0,8%
Total Actif	2 578	2 820	2 957	4,9%
Capitaux Propres	993	1 217	1 372	12,7%
Dette Financière Totale	890	781	826	5,8%
Dette Financière Nette	283	108	198	83,0%
CP/DFT	111,6%	155,9%	166,1%	10,2pp
DFN/EBITDA	0,8x	0,3x	0,5x	0,2x
CAF	237	313	320	2,2%
CAF/DFN	83,9%	288,8%	161,4%	-127,5pp
EBITDA/Intérêts	92,2x	56,6x	24,9x	-31,7x

Sensibilité de la notation

- **Liste des notations**
 - Notation court-terme : EF1+
 - Instrument de NEU CP : EF1+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- **Facteurs positifs (↑)**

PFSA bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- **Facteurs négatifs (↓)**

Une diminution de la notation à EF1 est possible en cas de détérioration du profil financier pendant une certaine période. Dans le cas d'investissements beaucoup plus importants qu'attendus, financés par dette notamment, la dégradation des ratios de crédit avec un levier net ajusté par EthiFinance Ratings supérieur à 1.0x sur la durée, pourrait entraîner une baisse de la notation.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
 - Corporate Rating Methodology - Short Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191_Corporate_Rating_Methodology_Short_Term-202303.pdf
 - Corporate Rating Methodology - Short Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191_Corporate_Rating_Methodology_Short_Term-202303.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is

elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid